Tweede Kamer der Staten-Generaal

2

Vergaderjaar 2015–2016

33 283 Macro-economische risico's voor het financiële stelsel

Nr. 14

VERSLAG VAN EEN GESPREK
Vastgesteld 1 juli 2016

De vaste commissie voor Financiën heeft op 7 juni 2016 een gesprek gevoerd over:

– **de brief van de Minister van Economische Zaken d.d. 31 mei 2016 ter aanbieding van de CPB Risicorapportage Financiële Markten 2016 (33 283, nr. 12);**
– **de brief van de president van de Nederlandsche Bank d.d. 1 juni 2016 inzake aanbieding rapportage van DNB over de macro-economische risico's voor het financiële stelsel (33 283, nr. 13).**

Van dit gesprek brengt de commissie bijgaand geredigeerd woordelijk verslag uit.

De voorzitter van de vaste commissie voor Financiën,
Duisenberg

De griffier van de vaste commissie voor Financiën,
Berck

kst-33283-14
ISSN 0921 - 7371
's-Gravenhage 2016

Voorzitter: Duisenberg
Griffier: Berck

Aanwezig zijn vijf leden der Kamer, te weten: Duisenberg, Koolmees, Nijboer, Omtzigt en Aukje de Vries,

alsmede de heer Knot en mevrouw Van Geest.

Aanvang 17.06 uur.

De **voorzitter**:
Ik open dit gesprek en heet iedereen, met name mevrouw Van Geest van het Centraal Planbureau en de heer Knot van de Nederlandsche Bank van harte welkom. We doen het als volgt: de heer Knot zal eerst een inleiding houden, gevolgd door mevrouw Van Geest. Daarna stellen de Kamerleden vragen.

De heer **Knot**:
Voorzitter. Dank voor de gelegenheid om hier opnieuw te mogen verschijnen om de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit weer te geven. Deze gewoonte is ontstaan naar aanleiding van de commissie-De Wit van een aantal jaren geleden. Wij zitten hier inmiddels dus ook niet meer voor het eerst, maar het is goed om hier één keer per jaar bij stil te staan. Evenals andere jaren schets ik het risicobeeld zoals wij dat zien, zowel nationaal als internationaal. Vervolgens sta ik kort stil bij een aantal beleidsimplicaties die daaruit volgen.
Maar voordat ik dat doe, wil ik eerst stilstaan bij de relatie tussen monetair beleid en financiële stabiliteit. Dat is een relatie die onder normale omstandigheden al complex is, maar zeker in de huidige omgeving, waarin zoals blijkt uit onze beide rapportages de lage rente medebepalend is voor een aantal van die financiële stabiliteitsrisico's waarover we vandaag komen te spreken. In april heb ik in ditzelfde gezelschap een toelichting mogen geven op het hoe en waarom van de lage rente. Dat was vanuit mijn verantwoordelijkheid als monetair beleidsmaker in de eurozone. Vandaag zit ik hier als bewaker van de financiële stabiliteit in Nederland. Vanuit die hoedanigheid waarschuw ik al een tijdje voor de risico's van de lage rente. Deze schijnbare tegenstelling, met de nadruk op «schijnbare», ontstaat omdat DNB als monetaire beleidsmaker natuurlijk onderdeel is van het eurosysteem. Binnen het eurosysteem is er een primaire doelstelling: prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel. Het is onvermijdelijk dat dat nastreven van die prijsstabiliteit soms op gespannen voet staat met financiëlestabiliteitsrisico's, die bovendien in een heterogene zone als de eurozone ook nog eens per land kunnen verschillen.
De financiëlestabiliteitstaak van de Nederlandsche Bank is nadrukkelijk bedoeld als een nationale taak, gericht op het bevorderen van financiële stabiliteit in Nederland. Daarvoor is het lagerentebeleid van de ECB simpelweg een gegeven, een soort startpunt. Vervolgens komen dan de belangrijkste instrumenten in beeld om de financiële stabiliteit te bewaken, zoals kapitaalbuffers voor banken of restricties aan leenvoorwaarden. Maar dat zijn instrumenten die vervolgens aangrijpen bij de risico's zoals ze in Nederland neerslaan. Bij die taak hoort ook dat wij publiek waarschuwingen uiten en beleidsadviezen afgeven, zoals we dat doen in het Overzicht financiële stabiliteit en in het Financiële Stabiliteitscomité.
Dat gezegd hebbende, wil ik nu overgaan naar de risico's. Ik begin met internationale ontwikkelingen, omdat veel van de ontwikkelingen in Nederland niet in isolement plaatsvinden, maar vaak hun oorsprong hebben buiten Nederland, maar dan vervolgens ook consequenties hebben in Nederland. Op de internationale financiële markten zagen wij

aan het begin van het jaar toch een aantal flinke correcties, waarbij aandelen en obligaties van banken werden geraakt. Dat kwam doordat beleggers zich zorgen maakten over de winstgevendheid van banken, vanwege de lage rente, maar ook vanwege de verslechterde economische vooruitzichten wereldwijd, zeker ook in emerging markets zoals China. Ook beseften beleggers hierbij dat zij meer dan in het verleden zullen moeten opdraaien voor verliezen als een bank in de problemen komt, bijvoorbeeld door de toepassing van bail-ins.
Een tweede belangrijke gebeurtenis, die op korte termijn gaat spelen, is het Britse referendum over een mogelijke brexit, op 23 juni aanstaande. De uitkomst hiervan is nog ongewis, maar de gevolgen hiervan kunnen aanzienlijk zijn, zowel voor het Verenigd Koninkrijk zelf als voor de rest van Europa. Op lange termijn zullen de effecten, mocht het tot een brexit komen, vooral afhangen van de handelsverdragen die het Verenigd Koninkrijk vervolgens met de EU zal sluiten. Voor de financiële sector is een brexit van bijzonder belang, wat te maken heeft met de bijzondere positie die Londen als financieel centrum inneemt. Deze ontwikkelingen werpen hun schaduw al vooruit. Dat zie je bijvoorbeeld als je kijkt naar de koers van het Britse pond, die al een tijdje onder druk staat. Overigens: every cloud has a silver lining. Voor zover een brexit is ingeprijsd door de financiële markten en vervolgens niet optreedt, kan dat natuurlijk een positieve werking hebben op het marktsentiment. Dat wordt wel eens vergeten, maar een brexit is met een zekere waarschijnlijkheid ingeprijsd; mocht dit niet optreden, dan heeft dat natuurlijk een positieve impact op het marktsentiment. Maar mocht er toch steun voor een brexit komen, dan zullen we rekening moeten houden met een algemene toename van risicoaversie op de financiële markten. Zoals we tijdens de marktonrust eerder dit jaar zagen, zijn het vooral de zwakkere plekken in het financiële systeem die getroffen worden. Denk aan een aantal nog steeds kwetsbare economieën in Zuid-Europa of aan de banken die met hoge non-performing loans worden geconfronteerd en die nog steeds onvoldoende hersteld zijn van de verschillende fasen van de financiële crisis.
Dan vervolgens Nederland. Zoals wij vorige week in onze ramingen hebben toegelicht – die ramingen waren volstrekt in lijn met die van het CPB – zet het economisch herstel in Nederland de komende jaren door. Daarbij trekt in het hele land de woningmarkt aan. In een stad als Amsterdam zijn zelfs al tekenen van oververhitting waar te nemen. Maar ondanks dat herstel verdwijnen de belangrijke kwetsbaarheden op de hypothekenmarkt in Nederland slechts geleidelijk. Zo heeft de helft van de huizenbezitters jonger dan 40 jaar nog steeds een hypotheek die hoger is dan de waarde van hun woning. Onze totale hypotheekschuld is nog steeds zo'n 100% van ons nationale inkomen. Dat is internationaal nog steeds een van de hoogste ter wereld. Ook de Nederlandse banken zijn begin dit jaar geraakt door de marktonrust waarover ik eerder sprak. Maar gelukkig wel minder dan in de meeste andere landen. Naast het economische herstel speelt daarbij ook een rol dat banken in de tussentijd de kapitaalratio's toch aanzienlijk hebben versterkt. Verder heeft de lage rente tot dusverre een beperkt effect gehad op de winstgevendheid van de Nederlandse banken, maar dat blijft waarschijnlijk niet zo. De rentemarge staat onder druk, zowel door het langdurige karakter van de huidige lagerenteomgeving, alsook doordat de concurrentie van niet-bancaire partijen op bijvoorbeeld de hypotheekmarkt begint toe te nemen.
De lage rente heeft ook een duidelijk negatieve impact op onze pensioenfondsen en verzekeraars. Bij veel pensioenfondsen zijn inmiddels dekkingstekorten ontstaan. De verzekeraars zijn misschien iets minder gevoelig voor de lage rente, maar bij hen spelen daarnaast nog andere uitdagingen, zoals een simpelweg afnemende vraag naar hun producten. Het effect van de lage rente is daarbij overigens nog niet volledig zichtbaar in de officiële solvabiliteitscijfers. Dat komt door de

UFR-systematiek, waarbij verplichtingen langer dan twintig jaar worden verdisconteerd met een rente die inmiddels toch wel aanzienlijk hoger ligt dan de feitelijke marktrente.
Een ander risico van de langdurig lage rente is dat hierdoor ook gewenning kan ontstaan. De lage rente maakt het immers makkelijk om schulden aan te gaan. Wanneer de lage rente op een bepaald moment terugkeert naar een wat normaler niveau, kunnen hierdoor opnieuw kwetsbaarheden ontstaan. Dat is zeker relevant voor Nederland, omdat het niveau van de schulden van bedrijven en huishoudens relatief hoog is. Vooral bedrijven zijn gevoelig voor een dergelijke rentestijging, omdat ze doorgaans toch redelijk kort gefinancierd zijn. Maar ook sommige huishoudens zijn kwetsbaar. We hebben doorgerekend dat, als de hypotheekrente in 2019 verdubbelt, ongeveer 8% van de huishoudens met een hypotheek te maken krijgt met een lastenstijging van meer dan € 300 per maand. Dat zijn overigens vooral huishoudens die in het verleden een aflossingsvrije hypotheek hebben afgesloten. Dat is een hypotheekvorm die nu niet meer wordt afgesloten, maar we hebben nog een behoorlijke backlog van deze hypotheekvorm uit het verleden.
Ik kom nu bij een drietal beleidsboodschappen. De eerste is vrij evident: wij roepen Nederlandse financiële instellingen op om op doorwrochte wijze rekening te houden met een langdurige periode van lage rente. De lage rente, zo heb ik in april uitgelegd, heeft zijn redenen. Die redenen gaan niet zomaar weg en zullen nog wel een tijdje met ons zijn. Instellingen moeten daarop anticiperen. Zoals ik al aangaf, geven de solvabiliteitscijfers voor pensioenfondsen en verzekeraars nog steeds een te rooskleurig beeld als gevolg van de UFR-systematiek. In Europa staat de UFR voor verzekeraars op dit moment ter discussie. Wij zijn als de Nederlandsche Bank voorstander van een meer realistische UFR voor verzekeraars, in lijn met de eerder door ons doorgevoerde aanpassing voor pensioenfondsen.
Ten tweede biedt de lage rente kansen om belangrijke hervormingen door te voeren, met name op de hypotheek- en woningmarkt. Daar is al veel gebeurd, maar niettemin kan er nog meer gebeuren, bijvoorbeeld bij de hypotheekrenteaftrek, die nu zeer geleidelijk in 28 jaar wordt beperkt. Voor huishoudens die hun hypotheek tegen een lage rente hebben gefinancierd, is het fiscale voordeel van de renteaftrek op dit moment relatief beperkt. Vanuit dat perspectief zou een afbouw van de hypotheekrenteaftrek allicht iets kunnen worden versneld. Daarnaast heeft, zoals de Kamer ongetwijfeld weet, het Financieel Stabiliteitscomité vorig jaar nog aanbevolen, ook de loan to value (LTV), de leningwaarde ten opzichte van de woningwaarde, voor nieuwe hypotheken na 2018 heel geleidelijk verder af te bouwen tot 90%. Ook hierbij helpt het dat de woningmarkt, mede door de lage rente, op dit moment aantrekt.
Tot slot wil ik nog even stilstaan bij de maatregelen die de Nederlandsche Bank heeft genomen om de kapitaalbuffers van banken te versterken. In de eerste plaats is daar de systeembuffer. De drie grootste banken in Nederland moeten 3% extra kapitaal opbouwen, vanwege hun systeemrelevantie. Voor de twee wat kleinere banken in Nederland is dat 1%. Deze maatregelen zijn belangrijk voor Nederland, gezien onze relatief grote en geconcentreerde bancaire sector. Wij denken dat het feit dat we deze buffer hebben ingevoerd een van de factoren is geweest waardoor de Nederlandse banken aan het begin van dit jaar minder in de vuurlinie lagen toen op internationale markten sprake was van spanning ten aanzien van bancaire aandelen en obligaties. Naast die systeembuffer stelt DNB vanaf dit jaar ieder kwartaal de zogenaamde contracyclische buffer vast. Dat is een variabele buffer, die speciaal is bedoeld voor een periode van overmatige kredietverlening. Daar is, ondanks het huidige economische herstel, zeker nog geen sprake van. De kredietgroei is nog bijzonder gematigd. Deze buffer hebben wij daarom vooralsnog op 0% gesteld. Ik zie daarin op korte termijn geen verandering komen.

Met al deze maatregelen krijgt het macroprudentiële beleid, zoals we dat in de afgelopen jaren hebben ontwikkeld, nu ook echt in de praktijk gestalte. Dat is belangrijk om ons financiële stelsel schokbestendiger te maken, bestendiger tegen schokken die ongetwijfeld ook in de toekomst weer zullen komen.

Mevrouw **Van Geest**:
Voorzitter. Het is goed om de traditie te hebben om eens per jaar met elkaar vast te stellen wat de huidige situatie is op het terrein van financiële risico's. Toen wij met deze exercitie begonnen, stond het allemaal in het teken van de eurocrisis; toen was het echt zwaar weer. In 2014/2015 kwamen de eerste tekenen van herstel. Op dit moment kun je zeggen dat de situatie zich kenmerkt door positieve ontwikkelingen. Maar zeker nog niet alles is opgelost. Het is goed om te beseffen dat wij in deze situatie beland zijn doordat wij heel veel groot geschut hebben ingezet. Er is een hoop uit de kast gehaald, wat betekent dat, als we nu weer met een groot risico zouden worden geconfronteerd, de manoeuvreerruimte wel heel beperkt is geworden. Dat is een risico om bij stil te staan. Hoe komen we uit deze situatie weer back to business? De brand is geblust, maar er staat nog veel bluswater op het land. Dat is de uitdaging waar wij nu voor staan.
In Nederland zijn positieve ontwikkelingen te zien. Als eerste noem ik de marktordening. Allerlei financiële instellingen die eigenlijk bij de noodopvang van de Staat waren beland, worden nu terug naar de markt begeleid. Een deel van ABN AMRO heeft de gang naar de beurs gemaakt. Vivat is verkocht en er is een beursgang voor a.s.r. gepland. U staat nu allen voor de vraag hoe om te gaan met de exit van SNS REAAL. Het is in ieder geval een situatie waarin het bankwezen niet voornamelijk in handen is van de Staat en dat is op zichzelf een goede route.
Ik ga in op de verschillende spelers binnen de financiële sector. Ik denk dat het beeld voor verzekeraars nog steeds verontrustend is. Wij hebben daar minder pagina's aan besteed dan in de vorige Risicorapportage Financiële Markten, maar het beeld is niet verbeterd. Het verdienmodel van de verzekeraars staat onder druk door de concurrentie met banksparen. Verzekeraars hebben soms mooie beloftes gedaan, maar bij een steeds lagere rente wordt het steeds lastiger om daarop te leveren. In zo'n situatie zou marktconsolidatie uitkomst kunnen bieden, maar dat is ingewikkeld omdat de kwestie van de woekerpolis nog steeds een beetje boven de markt hangt. Verzekeraars hebben verder nog allerlei oude IT-systemen die zich niet eenvoudig laten vervangen. Verzekeraars vormden dus een probleem en dat is nog steeds niet eenvoudig op te lossen.
De pensioenfondsen, een ander deel van de financiële sector, worden ook geconfronteerd met problemen. De dekkingsgraden zijn te laag. Pensioenfondsen kunnen beter reageren op de lage rente dan verzekeraars. Deze reactie gaat echter met een flinke prijs gepaard, want niet indexeren of premies verhogen heeft gevolgen voor de economie. Ik denk dat het altijd goed is om te benadrukken dat de lage dekkingsgraad niet alleen het gevolg is van de lage rente, maar ook van de beleggingsstrategie van de pensioenfondsen. Zij hebben ervoor gekozen om een deel van het renterisico niet af te dekken. Uit onderzoek van de Nederlandsche Bank blijkt dat zij dat niet hebben gedaan, of zij nou een groen of een minder groen fonds waren. Dat zou je eigenlijk niet verwachten. Opvallend is dat de Nederlandse wetgeving heel sterk uitgaat van de prudente belegger en dat er weinig specifieke sturingsmogelijkheden zijn voor de toezichthouder. De toezichthouder heeft ook weleens van de rechter gehoord dat hij op dat vlak niet mocht ingrijpen. Dat pensioenfondsen zich in hun beleggingsstrategie wat minder rekenschap hebben gegeven van de samenstelling van de pensioenpopulatie dan je misschien op het eerste gezicht zou hebben verwacht, is een opmerkelijk fenomeen.

Ik heb weinig toe te voegen aan hetgeen Klaas Knot over de banken heeft gezegd. De banken hebben de lage rente tot op heden redelijk doorstaan, maar dat wordt natuurlijk wel steeds ingewikkelder.
Ik wil nog op één markt inzoomen, en dat is de vastgoed- of huizenmarkt. Net als de heer Knot constateer ik dat de huizenmarkt aantrekt. Ik zeg er wel nadrukkelijk bij dat dit niet in heel Nederland op dezelfde wijze gebeurt. Het aantal huizen dat onder water staat, daalt. Dat is goed nieuws. Hoe komt het nou dat wij in Nederland aan de ene kant heel veel bezittingen hebben, maar aan de andere kant heel veel schulden hebben in de vorm van hypotheken? In het recentelijk gepubliceerde Centraal Economisch Plan (CEP) hebben wij daar aandacht voor gevraagd. Dwingen wij mensen te veel te sparen in het begin en nemen zij daardoor bij het kopen van een huis hun toevlucht tot het aangaan van veel schuld? Voor het aanpakken van dat vraagstuk hopen wij in ieder geval een warme belangstelling te genereren. Wij vinden het een first-best route om te bekijken wat je kunt doen met verplicht sparen via pensioenen en wat je kunt doen met de huizenmarkt. Die route vinden wij eleganter dan de route van het verlagen van de loan to value. Daarin zit het kleine nuanceverschil tussen ons en het Financieel Stabiliteitscomité (FSC). Ik denk dat wij het eens zijn over de first-best route en tot het volgen van die route hebben wij u nu allebei aangemoedigd.
Bij de vastgoed- en huizenmarkt speelt ook nog de kwestie van het commerciële vastgoed een rol. De desbetreffende sector doet het nog steeds niet zo heel briljant. Daarin is ook nog best wel sprake van exposure. Dat is in ieder geval een onderwerp om je over te bekreunen.
Nu ik Nederland heb gehad, schakel ik nog even door naar het buitenland. In de Risicorapportage financiële markten vragen wij speciaal aandacht voor de ontwikkeling in de bankensector in Europa. Wij hebben allen kunnen constateren dat de bankbalansen nog niet voldoende zijn opgeschoond. Het aantal probleemleningen in de eurozone stijgt. Het feit dat wij daardoor verrast zijn, wijst er niet op dat de Comprehensive Assessment niet klopt. Het gaat vooral om problemen die blijken te zijn ontstaan bij banken die niet vallen onder de Comprehensive Assessment, bij kleine banken. Het is echter goed om te beseffen dat «vele kleine» toch «best wel groot» wordt en dat je daardoor soms met onaangename consequenties geconfronteerd kunt worden. Dat zie je ook gebeuren in een aantal landen in Zuid-Europa.
Verder is te zien dat de uitgifte van de zogenaamde coco's (contingent convertible bonds) stijgt. Dat is goed voor het verliesabsorberend vermogen, maar als deze moeten worden aangesproken, kan dat ook weleens destabiliserend werken. Het moment waarop zij aangesproken moeten worden, is immers het moment waarop je de rampvlag aan het hijsen bent omdat er echt een probleem is. Wij vinden het verder opvallend dat de uitgifte van coco's vooral in Europa stijgt. Dat is in de Verenigde Staten volgens onze data niet het geval. Je kunt je niet helemaal aan de indruk onttrekken dat dit een zekere fiscale kant heeft. Je kunt je natuurlijk afvragen of dat helemaal optimaal is. Overigens wil ik geen alleingang voor Nederland bepleiten, maar het is wel opvallend.
Verder is er in Brussel heel veel afgesproken over het toekomstige crisismanagement en de resolutie, maar: the proof of the pudding is in the eating. De meeste regels zijn geïmplementeerd, maar ze moeten natuurlijk ook weleens worden toegepast en dan blijkt dat de regels best complex zijn. Er zijn verder ook restricties aangegeven: de regeling via deze route mag niet slechter zijn dan de regeling die zou gelden via de normale rechtbankroute, via de normale insolventieprocedures. Maar die verschillen nou net weer tussen landen en dat maakt het allemaal ingewikkeld. Hoe dat juridisch verloopt, is niet altijd voorspelbaar, zoals wij onlangs in Portugal hebben gezien. Dat leidt natuurlijk wel tot onzekerheid.

Een ander punt van onzekerheid is het Europese depositogarantiestelsel (dgs). Daar zijn wel voorstellen voor, maar in de transitieperiode blijft nog veel onzeker. Wij maken ons daarmee misschien niet populair, maar wij zeggen wel dat wij nog zorgen hebben over het realiseren van de ultieme achtervang. Er is nu wel een dgs geregeld, maar wie uiteindelijk moet optreden «when the shit hits the fan», is nog onzeker.
Ten slotte meld ik dat er nog een route is te gaan bij de harmonisatie van de bankregelgeving. Dat geldt ook voor de definitie van «kapitaal». In het zuiden van Europa kun je nog lang rekenen aan of hopen op uitgestelde belastingkredieten, maar ook de interne risicomodellen zijn natuurlijk verschillend.
Dan ga ik in op de internationale markten. Op de korte termijn speelt in Europa natuurlijk het vraagstuk van een brexit een rol. Daar ga ik nu niet heel veel over zeggen, maar ik kan wel alvast vertellen dat wij donderdag een policy brief uitbrengen waarin wij inzoomen op de mogelijke langetermijneffecten van een brexit voor Nederland. Wij zoomen daarbij vooral in op de handelseffecten. Op dat vlak doet zich immers de hoofdmoot van de problemen voor.
Tot slot is er nog het vraagstuk van het ruime monetaire beleid. Zelf vind ik dat een grote puzzel, want wij zijn onconventioneel monetair beleid gaan voeren en onconventioneel monetair beleid betekent dat je geen lekker makkelijk schoolboekje hebt waarin staat hoe je daar weer van afkomt of hoe je daaruit komt. Dit is geen specifiek Europees probleem; het komt wereldwijd voor. Er is onzekerheid over de exitstrategie: wanneer doe je dat? Soms kun je je niet helemaal aan de indruk onttrekken dat mensen toch hopen op de tijden van weleer, met enorm hoge groeipercentages. Die tijden komen wellicht niet terug, maar dat maakt het wel moeilijk om de goede beslissing te nemen over het moment waarop je de exit inzet. Als je te lang wacht, durf je niet meer. Je kunt je niet helemaal aan de indruk onttrekken dat mensen daarover tobben; laat ik het dan maar zo formuleren. Als je dan kiest voor een exit, is het de vraag op welke manier je dat het best kunt doen. Het ruime monetaire beleid is ingezet om bepaalde risico's te mitigeren, maar de vraag is wel of de baten van het middel opwegen tegen de lasten die het met zich brengt. Wij kunnen in ieder geval constateren dat overheden via de financiële sector niet meer erg geprikkeld worden om structureel te hervormen.
Wat zijn nou, samengevat, de grote risico's? In het begin heb ik gezegd dat wij heel veel uit de kast hebben gehaald om de problemen die er waren, te bestrijden. Dat was ook verstandig, maar op enig moment moet je je afvragen hoe je de schaal weer terugbrengt. Dat is uitdagend. Bij overheidsfinanciën hebben wij daar meer ervaring mee opgedaan dan op het terrein van monetair beleid. Dat maakt het werk van monetaire autoriteiten extra interessant en uitdagend, maar ook wel ingewikkeld.

De **voorzitter**:
Ik dank beide sprekers. Ik geef de Kamerleden nu gelegenheid voor het stellen van vragen. Ik stel voor dat per persoon desgewenst maximaal twee vragen worden gesteld.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):
Voorzitter. Mijn eerste vraag is voor de Nederlandsche Bank. Mevrouw Van Geest sprak zo-even ook al over de risico's bij de banken, met name in Zuid-Europa. Wij lezen heel veel over de problemen bij de Italiaanse banken. Daar heeft men naar creatieve oplossingen gezocht en gekozen voor bijvoorbeeld het fonds Atlante (Atlas). Eigenlijk lijkt het erop dat die oplossing tot doel heeft om een bail-in te ontwijken. Wij zijn benieuwd welke risico's daarvan uitgaan, zowel voor de Italiaanse sector als voor de geloofwaardigheid van de wetgeving inzake de BRRD (Bank Recovery and

Resolution Directive). Ik zou het een slechte zaak vinden als dit instrument daardoor ondermijnd zou worden.
Mevrouw Van Geest had het over het ruime monetaire beleid. In de risicorapportage wordt daar heel veel ruimte voor gemaakt. Wij zijn benieuwd naar haar visie voor de komende tijd. Zou zij die nog wat meer kunnen toelichten? Wat zijn de risico's op financiële bubbels? Worden sommige landen minder geprikkeld zodat zij hun economie niet hervormen? Mevrouw Van Geest schetste zelf al dat het heel ingewikkeld is om te bepalen hoe je dat ruime beleid kunt afbouwen. Welke risico's gaan daarvan uit voor de Nederlandse economie?

De heer **Nijboer** (PvdA):
Voorzitter. Ik dank de president en de directeur voor de heldere uiteenzetting en voor de onderliggende stukken. Ik wil over het onderliggende stuk van het CPB een vraag stellen aan zowel het CPB als de Nederlandsche Bank. In hoofdstuk 6 «Nog werk aan de winkel met betrekking tot Europese instituties», wordt toch best wel een zorglijk beeld geschetst op vijf terreinen: een onvoltooide opschoning van het bankensysteem, onzekerheid over de resolutie van Europese banken, onduidelijkheid over coco's, onzekerheid over het Europese depositogarantiestelsel en onvoltooide harmonisatie van bankenregelgeving. Mevrouw Van Geest zei er zojuist al iets over. Daarmee zegt het CPB eigenlijk: u bent nog niet klaar. Mijn vraag aan de heer Knot is of dat klopt en of hij het daarmee eens is. Wat is er in politiek opzicht voor nodig om dat te verhelpen? Stel dat ik hier de drie volgende problemen aan toevoeg: het wettelijk verankeren van het scheiden van nutsbankieren en zakenbankieren, een risicoweging dan wel het toevoegen van een maximale hoeveelheid staatsobligaties op bankbalansen en een verhoging van de leverage ratio op Europees niveau. Dat laatste geldt zeker boven de 3%, die Europees een rol speelt. Is mevrouw Van Geest het met mij eens dat er misschien wel acht problemen zijn in plaats van vijf?
Mijn tweede vraag gaat over de stresstest die de heer Knot voorstelt. Ik vind het verstandig dat consumenten rekening houden met een hogere rente, ook al is de rente nu langdurig laag. Hoe kunnen wij ervoor zorgen dat mensen bij de hypotheekverstrekking rekening houden met een hogere rente, zodat zij niet overmatig en overhaast onverantwoorde risico's aangaan op deze soms overspannen koopmarkt? Wat is daarvoor nodig?

De heer **Koolmees** (D66):
Voorzitter. Ik dank de heer Knot en mevrouw Van Geest voor de toelichting en de heldere uiteenzetting. Ik had eigenlijk dezelfde vraag als de heer Nijboer. Ik was ook getriggerd door de beschouwing in hoofdstuk 6 van het rapport van het Centraal Planbureau over de onvoltooide bankenunie en de risico's die daaraan vastzitten. Ik hoor daar dus graag een reactie op.
Mijn tweede punt gaat over mijn andere favoriete onderwerp: de lange balansen. Zowel DNB als het CPB zegt dat een volgende stap moet worden gezet bij de hervorming van de woningmarkt. De heer Knot zei net: gebruik de lage rente om bijvoorbeeld de hypotheekrenteaftrek versneld verder af te bouwen. Twee weken geleden heeft het Centraal Planbureau in Kansrijk woonbeleid een beleidsanalyse gemaakt van het woningmarktbeleid. Daarin zie je duidelijk een verschil tussen de korte termijn en de lange termijn. Mevrouw Van Geest heeft opgemerkt dat het combineren van pensioenfondshervormingen en woningmarkthervorming eigenlijk first-best is. De pensioenfondsen kennen echter ook een te lage dekkingsgraad. Met andere woorden: wat is nou een verstandig pad? Hoe kunnen wij op beide onderwerpen echt een stap vooruitzetten opdat wij de hervormingen voor zowel de pensioenfondsen als de woningmarkt kunnen doorzetten?

De **voorzitter**:
U vraagt dit specifiek aan mevrouw Van Geest?

De heer **Koolmees** (D66):
Allebei.

De heer **Omtzigt** (CDA):
Voorzitter. Dank voor de twee heldere inleidingen die ons voor het komende jaar voldoende huiswerk geven; eigenlijk geven we elkaar huiswerk. Met mijn eerste vraag sluit ik mij aan bij de vraag van mevrouw De Vries: hoe groot zijn de risico's op de buitenlandse bankbalansen voor Nederland? Hoe groot is het risico dat er iets grondig misgaat met het bankenstelsel in met name Italië en misschien Spanje of Duitsland? Wat is het gevolg daarvan voor Nederland? En welke handvatten hebben wij om de risico's te mitigeren? Hoe moeten we daar mee omgaan?
Mijn tweede vraag gaat over het pensioenstelsel. Welk pensioenstelsel, welk kapitaalgedekt stelsel, kunnen wij überhaupt nog runnen als we langdurig rekening moeten houden met 0% rente? Dat betekent namelijk dat je alle verplichtingen op een rentecurve moet verdisconteren tegen 0%. Voor een uitkering van € 100 over 40 jaar moet je dan nu al € 100 in kas houden. Dat betekent astronomische verzekeringspremies. Verzekerde regelingen zullen onbetaalbaar zijn. Heeft ofwel DNB, ofwel het CPB berekend hoe hoog de kosten van het huidige beleid van de Europese Centrale Bank zijn voor het huidige Nederlandse pensioenstelsel? Is daar een schatting van te geven?

De **voorzitter**:
Ik stel voor dat de heer Knot begint. Een aantal vragen zijn aan beiden gesteld, dus ik stel voor dat mevrouw Van Geest bijspringt waar nodig. Dan blijven we bij het onderwerp. Dat lijkt me wel zo makkelijk. U kunt de heer Knot gewoon een por geven: en nu ga ik wat zeggen.

De heer **Knot**:
Voorzitter. Een aantal vragen had betrekking op bankwezens buiten Nederland. Ik denk dat we dan vooral denken aan de Italiaanse en Portugese bankwezens, waar nog een persistente problematiek bestaat van hoge niet-presterende leningen. Zoals mevrouw Van Geest terecht opmerkte, zitten de problemen vaak bij de wat kleinere banken, die niet onder de asset quality review vallen, dus de banken die niet onder de 130 grootste vallen. Het is niet helemaal een verrassing dat er grote aantallen problematische leningen zijn. Tegenover deze leningen staan vaak nog onvoldoende voorzieningen en onvoldoende onderpand. Er is dus wel degelijk een probleem.
In eerste instantie is dat een probleem voor de lokale autoriteiten. Het gaat om een kapitaaltekort in het lokale bankwezen. De manier om dat op te lossen, is bijvoorbeeld door bail-in, maar dat geeft in die landen vooral een politiek probleem. Een aantal van de bail-inbare instrumenten zijn vooral verkocht aan retailbeleggers. Dat zijn gewone mensen in de straat, geen professionele beleggers. Die mensen is nooit verteld dat dit risico in die stukken zat. Vandaar dat sommige autoriteiten in die landen op dit moment enigszins terugtrekkende bewegingen aan het maken zijn. Op zich stellen ze niet de BRRD en de intenties van de BRRD ter discussie, maar ze vinden wel dat het voor vanaf nu aangegane verplichtingen moet gelden en niet voor de bestaande legacyverplichtingen. Dat is overigens niet mijn lezing van de BRRD. Mijn lezing van de BRRD is dat deze richtlijn wel degelijk zal moeten worden toegepast op bancaire verplichtingen vanaf het moment dat zij is ingegaan. Dat geldt dus ook voor verplichtingen die in het verleden zijn aangegaan. Dit is echter wel wat op dit moment wordt bestreden door sommige autoriteiten in deze landen.

Vooralsnog zie ik het vooral als een binnenlands probleem van deze landen, maar daarmee is het geen makkelijk probleem.
Het probleem moet wel opgelost worden omdat dit de bankbalansen in die landen bezwaart. Dat betekent dat de balansen van die banken niet beschikbaar zijn voor nieuwe kredietverlening. Het is daarmee een rem op de economische groei in deze landen. Ik denk niet dat het de geloofwaardigheid van de BRRD hoeft te ondermijnen. Er zal echter wel een behandeling moeten komen. Het is voor mij ingewikkeld om te zien hoe het anders zou kunnen dan via bail-in. Alle vormen van bail-out vallen immers onder staatssteunregels. Die blijken vrij prohibitief te zijn ten aanzien van het zomaar banken versterken met extra kapitaal. Vooralsnog zie ik het dus als een binnenlands probleem en acht ik de risico's voor ons op dit moment beperkt.
Over de exit vanuit het ruime monetaire beleid stelde mevrouw Van Geest een volstrekt terecht punt aan de orde. Dat heb ik zelf ook weleens aan de orde gesteld. Je kunt nadenken over de vraag welke volgorde het best te hanteren is: de rente weer verhogen of de onconventionele instrumenten, zoals de obligatieaankopen, teniet te doen door te stoppen met aankopen en op termijn weer te verkopen. Onze Amerikaanse collega's zitten nu in de fase waarin zij dit soort keuzes moeten maken. Wij kijken daar met belangstelling naar, want het is een ervaring waarvan we in Europa iets kunnen leren. Het blijkt allemaal heel ingewikkeld te zijn. Het blijkt lastig om de rente weer te verhogen. Als je eerst de rente verhoogt, voordat je de obligaties van de opkoopprogramma's gaat verkopen, dan betekent dat wel dat centrale banken verliezen op zichzelf leggen. Dat is een van de redenen waarom wij als Nederlandsche Bank sinds dit jaar actief een voorziening voor deze risico's aan het aanleggen zijn. Verder is er op dit moment nog niet heel veel nadenkwerk gaan zitten in de exit van dit monetaire beleid. Zoals mevrouw Van Geest al zei, is het onontgonnen terrein. We zullen dus heel veel door trial-and-error moeten gaan uitvinden.
Ik kom op de bankenunie. Ik heb hoofdstuk 6 van de risicorapportage natuurlijk ook met belangstelling gelezen. Ik denk dat wat daar staat op zich feitelijk juist is. De enige nuance die ik zou willen aanbrengen, is dat we moeten bekijken of het glas halfvol of halfleeg is. Als we zien waar we een paar jaar geleden stonden, is het glas toch echt halfvol. Er is een hele hoop gebeurd. Het Europese toezicht is heel snel uit de grond gestampt. Er is überhaupt overeenstemming bereikt over een resolutierichtlijn met bail-in. Dat is een ingewikkeld concept om toe te passen. Dat mag ook weleens benadrukt worden. Het is echter ook waar dat de bankenunie inderdaad niet compleet is zonder een Europees depositogarantiestelsel. En een Europees depositogarantiestelsel is pas goed te rationaliseren als je meer gelijkheid hebt in de uitgangsposities van de verschillende banken. Dat kan dus pas als je meer voortgang hebt gemaakt met het wegwerken van een aantal legacy issues; we hebben net al de NPL's bij de kop gehad. Ook de risicovrije behandeling van staatsobligaties is een punt, net als het feit dat in sommige landen de kapitaalsbasis voor een belangrijk deel nog bestaat uit deferred tax assets. We hebben weliswaar een MREL- en TLAC-standaard, maar er is nog geen overeenstemming over een consistente toepassing van die standaarden in de verschillende eurozonelanden. Dat zijn allemaal zaken waaraan we zullen moeten blijven werken. Ik wil echter ook benadrukken dat er al een hele hoop is gebeurd. Dit soort dingen heeft tijd nodig, al was het maar omdat financiële markten werken met arrangementen uit de oude tijd waarin bepaalde verwachtingen gecreëerd zijn. Het Italiaanse voorbeeld laat zien hoe moeilijk het is om dan toch een bail-in toe te passen op instrumenten die door mensen gekocht zijn in de veronderstelling dat ze niet bail-inbaar zouden zijn.
Ik heb al eerder aandacht gevraagd voor de stresstesten. Ik heb er inmiddels ook via de Minister een brief over gestuurd aan de Kamer. Ik

denk dat dit vooralsnog vooral een issue is van goed financieel advies van financiële instellingen die hun zorgplicht richting de deelnemer waarmaken. Binnen die zorgplicht moet er ruimte zijn voor een dergelijke test. Ik denk dat dit op zich afdoende zou moeten zijn om dit te realiseren. Wetgeving zou pas in beeld moeten komen als er evident bewijs is dat dit niet het geval zou zijn. Nogmaals, wij zijn hierover in contact met de collega's van de AFM, die ook geheel op deze lijn zitten. Zij zijn daarover ook actief in gesprek, zowel met de financiële instellingen als de financiële adviseurs.
De Nederlandsche Bank heeft in zijn vermogensstudie al meer dan een jaar geleden aandacht gevraagd voor de lange balansen. De pensioenen en de woningmarkt moeten inderdaad in samenhang worden bekeken. Op dit moment subsidiëren we fiscaal zowel het pensioensparen als het hypothecair schuld aangaan. Dat is duidelijk niet doelmatig. Wij hebben in ons pleidooi voor een geleidelijke verlaging van de loan to value altijd gezegd dat dit alleen kan als je tegelijkertijd de mensen, zeker aan het begin van hun carrière, meer ruimte geeft, bijvoorbeeld door de doorsneepremie af te schaffen om een groter deel van hun inkomen beschikbaar te hebben, bijvoorbeeld om te sparen voor het meebrengen van geld voor de eerste woning.
Aan de pensioenproblematiek zouden we een sessie op zich kunnen wijden. Er lopen daarbij twee discussies door elkaar. Een belangrijke vraag is hoe je überhaupt nog een pensioenfonds kunt runnen als je in een omgeving van een structureel lage rente zit. Ik denk dat de heer Omtzigt daar vooral aan refereerde. Ik denk dat het begin van het antwoord zit in het feit dat je geen nominale garanties meer kunt afgeven in een dergelijke wereld. Nominale garanties worden bijna exponentieel duurder naarmate de rente steeds lager wordt. In dat opzicht is het SER-advies met de nadere uitwerking van de optie van de individuele pensioenregelingen zeker een beloftevolle weg voorwaarts. Dat laat onverlet dat er, ongeacht welk stelsel je voor de toekomst in gedachten hebt, ook nog een probleem zit in het huidige stelsel. De dekkingsgraden zijn op dit moment duidelijk onder de 100%. Bij veel pensioenfondsen zijn de ingelegde premies lager dan de verplichtingen die daarbij worden aangegaan. Ik generaliseer natuurlijk, want dit geldt niet voor alle pensioenfondsen. Die problematiek zal waarschijnlijk nog onder het huidige ftk moeten worden opgelost. Er zijn dus lange periodes om deze onderdekkingsproblematiek weg te werken. Die periodes zullen wel nodig zijn en vormen een complicatie bij een overgang naar een nieuw stelsel.
De heer Omtzigt vroeg ook naar de kosten van het ECB-beleid voor de Nederlandse pensioenfondsen. Die vraag is niet te beantwoorden, al was het maar omdat je niets weet van de counterfactual: wat zou er met de Nederlandse economie of de eurozone-economie zijn gebeurd als dit beleid niet werd gevoerd? Het beleid wordt natuurlijk gevoerd vanuit de vrees voor een deflatierisico. Wij zullen nooit weten hoe serieus dat deflatierisico is geweest. Daardoor kunnen we ook moeilijk in isolatie berekenen wat de kosten van het ECB-beleid voor de Nederlandse pensioenfondsen zijn. Dat is een veel te complex geheel van plussen, minnen, doorwerkingen via de reële economie, groei, inflatie enzovoorts.

Mevrouw **Van Geest**:
Voorzitter. Ondanks uw instructie om de heer Knot te porren, heb ik dat toch maar niet gedaan. Ik loop even de vragen langs. Wat weten we van de risico's van het ruime monetair beleid? Het typische aan het onconventionele beleid is dat we het wel doen, maar nog steeds heel weinig evidentie hebben, niet alleen van de risico's maar ook van de werking ervan. Wij, en ook de Nederlandsche Bank, bekijken de hele tijd of er al bubbels in de aandelenmarkten te ontdekken zijn. Dan zie je dat het niet alleen maar groen is, maar het slaat nog niet knalrood uit. In sommige landen zie je oververhitting in de huizenmarkt, maar daar zou ik de

Amsterdamse woningmarkt nog niet toe willen rekenen. In Nederland is dit nog niet het geval. De volatiliteit en de schichtigheid op de financiële markten zijn wel toegenomen. Als er zo veel geld rondgaat, slaat dat sterker uit. Je kunt je niet aan de indruk onttrekken dat de spread op sommige overheidsschulden toch vooral gedaald is onder invloed van het ruime monetair beleid en minder omdat we zo veel extra voortgang hebben gemaakt in het adresseren van alle problemen waarmee de economieën worden geconfronteerd. Daarmee wil ik niet zeggen dat er geen voortgang is geboekt, maar er is zeker wel maatvoering nodig. Het basale probleem van het huidige beleid is dat wij niet precies weten of het nog heel veel effect heeft. De rentes zitten nu op een heel laag niveau, wat weinig ruimte biedt om ze verder neerwaarts uit te laten slaan. Op het moment dat de volgende crisis zich meldt, wat heb je dan nog in de kast liggen? Dat lijkt mij het grootste probleem.
Wat is een mogelijke exit uit het huidige monetaire beleid? Zoals de president van DNB al zei, is het allemaal een experiment. Wij hebben in het document een aantal varianten beschreven. Als ik eerlijk ben, lacht één variant mij bijzonder weinig toe: de variant waarin voorkómen dat de centrale bank verliezen lijdt, het enige is wat je wilt bereiken. Dan geef je het monetair beleid als instrument eigenlijk op. Het enige bepalende is dan de manier waarop de toevallige samenstelling van je balansen en je pakket aan staatsobligaties eruitziet. Dat laat je er dan uit lopen en dan loop je geen risico op verlies, maar dan heb je ook geen enkele controle over wat er met de rente gebeurt. Dat lijkt mij in ieder geval een prijs die ik niet graag zou betalen. Wij hebben een soort doopceel van de mogelijkheden gelicht, maar deze variant zou ik dus niet aanbevelen.
Ik heb niet zo veel toe te voegen aan wat de heer Knot zei over de kosten van het ECB-beleid voor de pensioenfondsen, behalve dat de rente ook zonder onconventioneel monetair beleid gewoon laag zou zijn. Het is ook een reflectie van het feit dat het nog niet briljant gaat in Europa, dat de economie nog niet enorm is aangewakkerd. Je moet dus niet alleen naar het lage niveau van de rente kijken, maar jezelf ook afvragen welk deel precies toe te schrijven is aan het ECB-beleid. Zoals ik al zei, is er weinig bekend over het ECB-beleid. Deze variabele kan ik dus ook niet schatten.
Waar staan we nu in het Brusselse of in de bankenunie? Is het alleen maar treurnis? Natuurlijk is het niet alleen een dal van treurnis; laat ik u daarin geruststellen. Een van de opmerkelijke zaken is dat er toch opeens doorbraken mogelijk blijken als het echt moeilijk wordt. Wij hebben vooral willen signaleren dat het altijd risicovol is als je, wanneer het beter gaat, niet de laatste punten op de i zet. Soms zijn die punten best wel belangrijk. Dat hebben wij willen benadrukken. Wij zijn een beetje bevreesd voor hervormingsvermoeidheid op dit terrein. Daarom vinden wij het onze taak om u daar nog eens goed van te doordringen.
De heer Nijboer heeft gevraagd of de vijf terreinen die wij hebben genoemd een uitputtende beschrijving vormen. Er is ongetwijfeld aanvulling mogelijk; dat zal ik zeker niet ontkennen. Mijn eerdere statement over de spreads bij overheidsobligaties geeft wel aan dat ik het afschaffen van de nulweging van het risico van sommige overheidspapieren toe zou juichen. Over de leverage ratio valt een nuttig debat te voeren, maar dat moeten we in Nederland vooral niet solo gaan voeren. Het lijkt mij namelijk niet verstandig om in Nederland enorm af te wijken van wat internationaal gangbaar is. Maar ik zou het ook niet heel vreemd vinden als de leverage ratio wat hoger zou liggen dan 3%, zoals nu is voorgeschreven, of 4%, zoals nu gangbaar is in Nederland. Daarin vind ik vele academici aan mijn zijde. Er zijn mensen die een getal in de range tussen 20% en 30% noemen. Dat vinden wij ietwat aan de hoge kant. Meer economen zitten op 9% à 10%. Waar precies de maatvoering tussen 4% en 10% zit, zou ik niet weten, maar het lijkt me ook iets te royaal gezegd om te stellen dat we met 4% het optimale niveau hebben bereikt. Maar zoals gezegd, dat niveau kun je niet in isolement in Nederland bepalen. Als u

daarvoor wilt pleiten, is het ook van belang om na te denken over de manier waarop u daar wilt komen. De transitie brengt namelijk wel wat kosten en uitdagingen met zich mee. De keuze voor de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen wordt soms ook wel door fiscale wetgeving gedreven. Als u dit debat aan wilt gaan, is het misschien goed om dit meer in den brede te bekijken.
Ik heb nog een vraag over de lange balansen liggen. In het CEP hebben wij geprobeerd om uit te leggen dat er maatvoering is tussen de mate waarin je verplicht voor je pensioen moet sparen en de gevolgen die dat heeft voor de manier waarop je schulden aangaat om je woning te financieren. Dat is eigenlijk een discussie over de vraag hoe royaal je wilt zijn in het voorschrijven van verplicht sparen. In theorie zou je dit nog binnen het huidige stelsel kunnen doen.
Daarnaast is de vraag of je het pensioenstelsel zelf wilt hervormen. Daarover zijn vele stukken geschreven, zoals Klaas Knot zei. Het CPB heeft daar ook aan bijgedragen. Ik weet niet of het zinvol is om de hele pensioendiscussie hier te gaan behandelen in het kader van de Risicorapportage Financiële Markten. Wel is het belangrijk om mensen geen knollen voor citroenen te verkopen. Dat zou wel gebeuren als wij zouden zeggen dat de pensioenhervorming die nu besproken wordt in de SER, een oplossing is voor de onderdekkingsproblemen die nu bestaan. Dat is namelijk echt helemaal niet waar. Er is soms de neiging om die twee op één hoop te gooien, maar dat zou het slechtste van alle werelden opleveren. Mensen zijn al bezorgd over hun pensioen. Daar kan ik mij van alles bij voorstellen. Dan moeten we wel eerlijk zeggen hoe we die zorgen al dan niet kunnen adresseren. Daarnaast kunnen we zeggen dat het huidige pensioenstelsel misschien niet is toegesneden op de arbeidsmarkt van morgen en vandaag, en dat dat ook hervormingen vergt. Maar dat je met een pensioenhervorming de onderdekkingsproblemen van vandaag op zou kunnen lossen, is echt niet waar. Als je dat beweert, laat je de start van een nieuw pensioenstelsel ook door een enorme donderwolk vergezellen. Ik hoop dus dat wij die verwarring kunnen vermijden.

De **voorzitter**:
Ik kijk naar de leden voor een tweede vragenronde.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):
Voorzitter. Ik dank de gasten voor de antwoorden.
Mijnheer Knot, volgens mij hebt u er eerder voor gepleit om de lidstaten die met een buitensporig tekort zitten, in ieder geval het bedrag dat zij door de lage rente-uitgaven dankzij het ECB-beleid uitsparen, te laten bezuinigen. Kunt u daar nog iets meer over zeggen? Hoe zou je dit concreet kunnen invullen?
Mevrouw Van Geest, in de stukken wordt de invloed van de Chinese economie op de Nederlandse economie beschreven. Kunt u daar iets meer over zeggen? Kunt u de risico’s voor Nederland kwantificeren? Wat is bijvoorbeeld het effect op de Nederlandse economie als de Chinese economie met één procentpunt vertraagt? Zijn er nog andere, onderliggende risico’s als het slecht gaat met de Chinese economie?

De heer **Nijboer** (PvdA):
Voorzitter. Ik dank beide gasten voor de heldere antwoorden. Het is goed om te horen dat wij niet direct zelf aan de slag hoeven om de risico’s voor huizenbezitters te beperken, maar dat dit vanuit de zorgplicht vanzelf lijkt te gaan gebeuren.
Ik heb een vraag over de risico’s van coco’s, de converteerbare obligaties. Het aantal coco’s in Europa is flink toegenomen. Steeds meer partijen wijzen op de risico’s van coco’s, ook als ze afgeschreven moeten worden voor de financiële stabiliteit. Hoe zien de gasten dat? Moeten wij dit

serieus nemen? Hoe worden die risico's beheerst of beperkt? Wat is daaraan te doen? Moeten wij er wat aan doen?

De heer **Koolmees** (D66):
Voorzitter. Ik dank de gasten voor de antwoorden. Ik heb geen aanvullende vragen.

De heer **Omtzigt** (CDA):
Voorzitter. Dank voor de heldere antwoorden. Soms zou ik willen dat andere mensen, die ik hier niet bij naam ga noemen, zo helder zouden antwoorden.
Net als de heer Nijboer wil ik ingaan op de interessante opmerking van mevrouw Van Geest over de coco's. Ik vraag daar meteen een beleidsaanbeveling bij: wat zouden wij met coco's moeten doen? Moeten wij het fiscale voordeel eraf halen? Welke ondertoon hoorde ik hier?
Mijn tweede vraag gaat ook over iets waarmee mevrouw Van Geest mij een klein beetje verraste: er verschijnt donderdag een studie over de gevolgen van een brexit. Ik ben heel benieuwd wat de achtergrond van de studie is en wat de vraag is. Misschien kan mevrouw Van Geest alvast een tipje van de sluier oplichten over de mogelijke gevolgen van een brexit voor Nederland en over de beleidsaanbevelingen aan ons die daaruit zouden volgen als wij aan contingency planning zouden doen. Ik begrijp wat de contingency planning is als er geen brexit komt, maar de interessante vraag is natuurlijk wat de juiste contingency planning bij een brexit zou zijn.

Mevrouw **Van Geest**:
Voorzitter. Laat ik beginnen met de vraag van de heer Omtzigt over een brexit. Wij hebben een studie gemaakt die zich vooral focust op de langetermijneffecten van een brexit: als de meerderheid van de Britse kiezers zou kiezen voor een exit uit de EU, wat zou dat dan op de lange termijn betekenen? Wij hebben ons in die studie niet gefocust op de ultieme korte termijn en de dynamiek die dan op de markt ontstaat. Ik heb wel gezien dat allerlei partijen zeggen dat ze «stand ready» zijn als er iets gebeurt. Dat vind ik in ieder geval een opluchtende, weliswaar niet onverwachte maar wel gelukkige gedachte. Wij kijken dus naar de lange termijn en vooral naar de handelseffecten. Die kunnen heel groot zijn als je het VK behandelt als een standaard WTO-lid, maar dat wordt anders als je een wat ander arrangement voor het VK zou treffen. Dat maken wij inzichtelijk. Die twee keuzes geven weer handelingsruimte.
Daar zou ik het op dit punt bij willen laten, want het lijkt me heel mooi dat u dit op donderdag in alle precisie kunt lezen. Wij laten dus zien wat het handelseffect is en geven aan welke keuzes je in je handelsbeleid kunt maken. Die verschillende keuzes hebben verschillende implicaties voor Nederland.

De heer **Omtzigt** (CDA):
Is er onmiddellijk een Engelse versie beschikbaar?

Mevrouw **Van Geest**:
Ik geloof dat er een poging wordt gedaan om het in een ook voor anderen begrijpelijke taal te vertalen, maar weet niet zeker of het Shakespearian English is geworden. Ik geloof wel dat het voldoet aan iets wat lijkt op Engels. Ik hoop dat ik de vertaler nu niet enorm beledigd heb, maar er is altijd wel een verschil tussen economen-Nederlands, economen-Engels en gewoon Engels.
Ook in de vorige Risicorapportage Financiële Markten hebben wij al aandacht gevraagd voor het feit dat de coco's met zekere risico's zijn omgeven. Onze gevoelens van ongemak zijn niet geringer geworden door de bewegingen die wij aan het begin van dit jaar hebben gezien. Ik vind

het een opmerkelijk verschijnsel dat ze vooral heel populair zijn in Europa, maar veel minder in de VS. Een van de mogelijke verklaringen is het fiscaal regime, maar ik sluit niet uit dat er meer verklaringen zijn. Voordat ik naar een definitieve beleidsaanbeveling wil jumpen, zou ik eerst aanraden om er nog eens goed naar te kijken, maar dan dus niet solo in Nederlands verband. Anders schieten wij nog niet zo veel op.
Wat is het effect van de Chinese economie op de Nederlandse? Wij denken altijd dat we vooral vervlochten zijn met Europa en het vasteland, maar dat komt doordat we altijd geneigd zijn om naar directe handelsstromen te kijken. Als je ook rekening houdt met tussenproducten, zul je constateren dat er heel veel producten van Duitsland naar China gaan waarvoor Nederlandse bedrijven heel veel onderdelen hebben geleverd. In «value added» is China onze vierde handelspartner. Als China problemen heeft, hebben wij daar dus ook last van, meer dan je op het eerste gezicht zou verwachten. Het grootste probleem met de Chinese economie is niet dat wij gevoelig voor bewegingen daarin zijn, maar dat het ingewikkeld is om een goed gevoel te krijgen van waar de Chinese economie nu precies staat. Dat is een van de elementen die je aan het begin van dit jaar zag, toen er zo veel turbulentie op de Chinese markten was. De transparantie rondom de Chinese economie zou nog wel aan kwaliteit kunnen winnen. Wat zijn precies de cijfers en hoe moet je die informatie duiden? Volgens mij hebben niet alleen wij, maar ook heel veel andere organisaties daar last van. Dat maakt het moeilijk om dit te duiden.

De heer **Knot**:
Voorzitter. Ik zal proberen om in omgekeerde volgorde hier wat aan toe te voegen.
Ik ga toch ook nog even in op een mogelijk brexit. Het is goed om te benadrukken dat het Verenigd Koninkrijk al zijn eigen munt heeft. Er is dus geen risico dat de Britten uit de EMU (Economische en Monetaire Unie) vallen, want daar zaten ze al niet in. Hun verdienvermogen wordt in dezelfde munt uitgedrukt als hun schulden. Daarin verandert niets. Bij een brexit is er dus geen acute dreiging dat de Britse staat failliet gaat. Er is geen acute dreiging dat de banken en dergelijke gaan omvallen. Die risico's zijn van een totaal andere orde dan die welke wij de afgelopen jaren tijdens de financiële crisis hebben gezien. Die risico's hebben er op termijn vooral mee te maken dat de handel tussen het VK en de eurozone linksom of rechtsom zal worden bemoeilijkt. Het antwoord op de vraag hoeveel die handel zal worden bemoeilijkt, hangt af van welke akkoorden er dan worden gesloten. Tevens is nog niet benoemd – daarom doe ik dat, want dat heeft er misschien ook mee te maken – het feit dat het VK een bepaalde filosofie vertegenwoordigt in het Europese evenwicht tussen Duitsland, Frankrijk en het VK. Als je Engeland daaruit haalt, dan haal je een bondgenoot weg voor open markten, nadruk op de interne markt, liberalisatie van de diensten, en invoering van de dienstenrichtlijn. Op termijn heeft dat ook weer gevolgen voor de keuzen die Europa op die dossiers gaat maken, maar het zijn geen acute marktstresskwesties. Dit kan wel aanleiding zijn voor een algemeen risk-off sentiment, een paar dagen van sterke risicoaversie. Dan weet je nooit precies wat er onder druk komt te staan. Dat is in zekere zin altijd onvoorspelbaar, maar vanuit de Europese Centrale Bank wijs ik er wel op dat we de afgelopen jaren veel ervaring hebben opgedaan met de crisisinstrumenten. We weten hoe we de liquiditeit en de funding aan banken op korte termijn op gang kunnen houden. Ik denk ook aan de swap lines. Al die instrumenten zijn er en die zijn de afgelopen jaren min of meer getest. Die kunnen we inzetten mocht dat nodig zijn.
Dan even over coco's. Het gaat om een relatief klein onderdeel van het kapitaal van banken. Bij DNB hebben we zo'n 80 miljard aan kernkapitaal en zo'n zes miljard aan coco's. Het gaat dan om additioneel tier 1, kapitaal van een iets lagere kwaliteit dan kernkapitaal. Het is echter verliesabsor-

berend vermogen. We hoeven dus niet in de stress te schieten op het moment dat er verliezen worden geabsorbeerd, want daarvoor is het bedoeld. Een deel van de wijze waarop die verliezen worden geabsorbeerd, heeft te maken met het feit dat de marktprijs op een bepaald moment omlaaggaat waardoor de koers van coco's ook omlaaggaat. We zijn daar niet aan gewend omdat we in het verleden niet zo vaak in deze situatie zijn geweest, maar als het verliesabsorberend vermogen is, moeten wij er maar aan wennen dat verliezen op deze manier worden geabsorbeerd. Daar moeten wij niet al te gespannen over doen.
Wat betreft de fiscale behandeling ben ik het geheel met mevrouw Van Geest eens. Dat moeten we in de Europese context bekijken. Ik ben zeker niet voor een alleingang hier.
Ik kom bij de vraag over de buitensporigtekortprocedure. Dat is boeiend. De impact van ons monetaire beleid op bijvoorbeeld de overheidsfinanciën en de geneigdheid tot hervormingen heeft geleid tot twee stromingen. De ene stelt dat op het moment dat je ruim monetair beleid voert de pay-off van herzieningen en het op orde brengen van de overheidsfinanciën maximaal zijn. Met andere woorden, je creëert een window om je eigen huis, binnenlands, op orde te stellen. Dat is de ene filosofie. In de andere filosofie ben je van mening dat je dan de prikkel tot hervorming wegneemt. Op het moment dat overheden niet met hogere financieringskosten worden geconfronteerd als het beleid in een minder gunstige richting gaat, is een soort correctiefactor verdwenen. Je kunt heel lang debatteren over de vraag of de meer positieve of de meer sceptische interpretatie de juiste is, maar ik constateer dat het rentevoordeel van de meeste lidstaten van de eurozone – dat stond recent in een rapport van een van de rating agencies – op ongeveer 2 procentpunt van het bbp is berekend. De meeste lidstaten hebben dat rentevoordeel gewoon uitgegeven. Dat is dus niet terug te zien in een extra consolidatieslag in de overheidsfinanciën, terwijl het eigenlijk gratis geld was. Dat geld is zonder aanvullende afspraken uitgegeven. Het rentevoordeel is niet gespaard. De vraag is dan of je de buitensporigtekortprocedure nog ingewikkelder moet maken. Die procedure blinkt al niet uit door eenvoud en helderheid. Moet je dat dan doen door voor een enkel onderdeel in de begroting, de rente-uitgaven, ook nog een regel vast te stellen? Ik weet niet of ik daarvoor zou zijn, gezien de complexiteit, maar ik vind het wel buitengewoon jammer dat deze window vanuit het monetaire beleid tot dusverre niet is gebruikt om de overheidsfinanciën op orde te brengen.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD):
Je wilt het liefst dat landen die in een buitensporigtekortprocedure zitten, gaan hervormen. Dit draagt daar niet echt aan bij. Ik heb het gevoel dat het een soort paardenmiddel is. Hoe zou je dat wel op een goede manier voor elkaar kunnen krijgen? Ik denk dat iedereen daarnaar zoekt.

De heer **Knot**:
Dat is een heel goede vraag. Er is van alles mis met de buitensporigtekortprocedure. Kijk maar naar de compliance met die procedure. Landen zitten meer «in een tekort» dan dat ze «buiten een tekort» zitten. De afspraken worden bijzonder matig nageleefd. Kennelijk is er op politiek niveau geen overeenstemming over het belang van houdbare overheidsfinanciën en hoe daar te komen. Dat is in de kern het zorgwekkende. Je kunt inzoomen op het rentevoordeel of op een ander onderdeel, maar het gaat uiteindelijk mis omdat niet overal inherent wordt gevoeld dat men zich ook aan de gemaakte afspraken moet houden. Dat is zorgwekkend, zeker in een monetaire unie waar onderling vertrouwen de basis zou moeten vormen voor de vormen van risicodeling die wel degelijk nodig zijn om de Unie op termijn levensvatbaar te houden.

De **voorzitter**:
Dank. Volgens mij is het helder. Heel veel dank aan mevrouw Van Geest en de heer Knot. Ook dank aan de medewerkers van het CPB en DNB voor hun ondersteuning en het mogelijk maken van deze bijeenkomst. Ik dank iedereen op de publieke tribune en ook de collega-Kamerleden. Nog een fijne avond.

Sluiting 18.14 uur.